

AGGIORNAMENTO NORMATIVO: LE AGENZIE DI RATING E IL REGOLAMENTO N. 462 DEL 2013

Il Regolamento n. 462 del 2013 (il “**Regolamento**”), pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 31 maggio, dispone nuove e più stringenti regole per l'attività delle Agenzie di Rating del Credito (le “**Agenzie**”). La finalità di tali disposizioni è rendere effettivo un sistema che garantisca maggiori controlli sull'operato di tali entità, considerate uno dei *gatekeeper* che ha maggiormente dimostrato gravi inefficienze durante l'attuale crisi finanziaria.

Gli emendamenti apportati dal Regolamento 462 al Regolamento n. 1060 del 2009¹, che aveva uniformato la normativa dell'Unione in materia di rating, riguardano la disciplina degli assetti proprietari, la *governance*, i sistemi di controllo interno, i conflitti d'interesse, la responsabilità civile delle Agenzie e le disposizioni riguardanti la diffusione di *outlook* e rating sovrani. Il nuovo Regolamento, recependo la maggior parte delle proposte formulate dalla Commissione nel novembre 2011² prevede regole mirate ad aumentare l'efficienza delle Agenzie, a tutelare gli investitori e a garantire la trasparenza del mercato interno. La nuova normativa è entrata in vigore il 20 giugno scorso.

Si riporta di seguito una breve descrizione delle principali disposizioni del Regolamento 462.

A cura del Dipartimento italiano
Corporate

Alessandro De Nicola
adenicola@orrick.com
Paola Barometro
pbarometro@orrick.com
Federico Urbani

Il presente documento è una nota di studio. Quanto nello stesso riportato non potrà pertanto essere utilizzato o interpretato quale parere legale né utilizzato a base di operazioni straordinarie né preso a riferimento da un qualsiasi soggetto o dai suoi consulenti legali per qualsiasi scopo che non sia un'analisi generale delle questioni in esso affrontate.

La riproduzione del presente documento è consentita purché ne venga citato il titolo e la data accanto all'indicazione: Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter.

¹ Il Regolamento n. 1060 del 2009 è stato successivamente modificato dal Regolamento n. 513 del 2011 e dalla Direttiva n. 61 del 2011.

² Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio da parte della Commissione, n. 2011/0361 (COD).

1. **OVER-RELIANCE SUI RATING**

La prima finalità della nuova disciplina è evitare la cosiddetta *over-reliance* degli operatori e degli investitori, ossia l'affidamento eccessivo sui rating di merito del credito. Ciò che il legislatore dell'Unione Europea ha voluto impedire è che i soggetti in qualsiasi modo coinvolti o potenzialmente interessati al rating possano fare affidamento su di esso in modo meccanico e acritico. A questo fine le autorità competenti in materia di vigilanza sull'attività delle Agenzie, o sull'utilizzo del rating a fini regolamentari - EBA, ESMA ed EIOPA - devono eliminare dalle proprie comunicazioni o raccomandazioni ogni riferimento al rating del credito rilasciato dalle Agenzie, ristabilendo ove possibile l'importanza delle valutazioni interne³.

2. **STANDARD OPERATING PROCEDURES E NUOVI OBBLIGHI DI DISCLOSURE**

Le Agenzie dovranno predisporre idonei modelli, denominati Standard Operating Procedures ("Procedure Operative Standard", le "**Procedure**"), in materia di governo societario e di gestione dei conflitti d'interesse. Le Procedure prestabiliscono le azioni e i comportamenti necessari in caso di rilevazione di conflitti d'interesse. Queste Procedure possono inoltre essere utilizzate dalle Agenzie a limitazione della propria responsabilità sia per quanto riguarda i risarcimenti civili che le sanzioni amministrative, rendendo più difficoltosa la prova della colpevolezza, e in ogni caso attenuandone la portata.

Nel caso in cui un'Agenzia rilevi dei conflitti d'interesse durante il proprio la propria attività dovrà darne piena *disclosure* ai conflitti esistenti e a quelli potenziali riguardanti: le relazioni d'affari dell'Agenzia che emette l'*outlook* o il rating del credito, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti o qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'Agenzia e, infine, qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata a essa da un legame di controllo.

Le Agenzie dovranno inoltre comunicare annualmente un elenco delle provvigioni applicate a ciascun cliente per ogni rating del credito ed eventuali servizi ausiliari, come anche la propria politica tariffaria, compresa la struttura delle provvigioni e i criteri di fissazione dei prezzi in relazione ai rating del credito per le diverse classi di attività valutate. Al fine di informare il mercato sulla complessa natura che le Agenzie internazionali hanno, e per *disclosure* continua funzionale alla prevenzione dei conflitti d'interesse, le Agenzie dovranno fornire informazioni finanziarie sul proprio fatturato, compreso il fatturato complessivo, distinguendo tra entrate derivanti da attività di rating e servizi ausiliari.

³ A titolo esplicativo i rating sono necessari a fini regolamentari per il calcolo del patrimonio di vigilanza degli istituti di credito, ovvero i medesimi istituti non possono usare i bond come collaterale per i pronti contro termine con la BCE (in questo caso sono necessari addirittura due giudizi di rating).

3. ASSETTI PROPRIETARI: I LIMITI ALLE PARTECIPAZIONI

Il legislatore europeo ha disciplinato delle limitazioni agli assetti proprietari. A chiunque detenga almeno il 5% del capitale sociale o dei diritti di voto di un'Agenzia è fatto divieto, con riguardo a un'altra Agenzia, di:

- a) detenere più del 5% del suo capitale o dei suoi diritto di voto,
- b) avere il diritto o il potere di nominare o revocare suoi membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, ovvero essere membro di tali organi, o
- c) esercitare o avere il potere di esercitare il controllo o un'influenza dominante su di essa.

I limiti descritti non si applicano nel caso in cui le due partecipazioni abbiano a oggetto azioni, diritti o poteri di due entità appartenenti al medesimo gruppo, in quanto l'influenza prescinderebbe in ogni caso dalla partecipazione. Un'ulteriore deroga è prevista per le partecipazioni in regime di investimento collettivo diversificato, il cui fine non è il controllo o l'influenza gestoria, quanto piuttosto un investimento di natura meramente finanziaria.

4. RATING SOVRANI

I rating sovrani, come disposto dal nuovo Regolamento devono essere riesaminati almeno ogni sei mesi, e non possono riguardare (nemmeno sotto forma di revisione di rating già emessi) un gruppo di paesi salvo siano corredati di relazioni su singoli paesi. Questa disposizione è giustificata dalla necessità di evitare giudizi sommari e privi di adeguati fondamenti su singole nazioni o gruppi di esse, che possano destabilizzare il mercato. In ogni caso le relazioni devono essere rese disponibili per il pubblico, incrementando la trasparenza richiesta dal regolatore a vantaggio del mercato in uno degli ambiti che ha maggiormente inciso durante la crisi.

Le Agenzie devono pubblicare sui propri siti Internet - e trasmette all'ESMA - ogni anno, alla fine del mese di dicembre, un calendario per i dodici mesi successivi che fissi:

- a) le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti,
- b) il numero di emissioni di prospettive di rating correlate, limitandole a un massimo di tre, e
- c) le date per la pubblicazione dei rating sovrani richiesti e delle prospettive di rating correlate. Tali date devono cadere di venerdì.

La finalità di queste norme è evidentemente quella di evitare shock improvvisi sul mercato, tanto quello del debito pubblico, quanto quelli di negoziazione di strumenti finanziari privati. La trasparenza sulle relazioni, la preventiva fissazione delle date di emissione dei rating e l'obbligo che tali date cadano di venerdì mirano a

consentire agli operatori e agli investitori di prepararsi adeguatamente a notizie potenzialmente ed effettivamente - come si è verificato – minanti la stabilità dei mercati.

5. IL RATING DEI PRODOTTI FINANZIARI STRUTTURATI

Il Regolamento 462 si occupa degli strumenti finanziari strutturati e stabilisce degli obblighi che non sono posti in capo alle Agenzie di Rating, ma agli emittenti o ad altri soggetti individuati dal Regolamento.

- a) gli emittenti, cedenti e promotori di strumenti finanziari strutturati, che siano stabiliti nell'Unione, devono pubblicare congiuntamente, sul sito Internet creato dall'ESMA, le informazioni sulla qualità creditizia e le prestazioni delle attività sottostanti allo strumento finanziario strutturato, la struttura dell'operazione di cartolarizzazione, i flussi di cassa e le garanzie reali a sostegno delle esposizioni inerenti la cartolarizzazione e le informazioni necessarie a condurre *stress test* completi e ben documentati sui flussi di cassa e i valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti.
- b) gli emittenti e i terzi collegati, nel caso in cui vogliano sollecitare un rating su uno o più strumenti finanziari strutturati, devono incaricare almeno due Agenzie che emettano dei rating indipendentemente l'una dall'altra.

Gli emittenti e i terzi collegati di cui al punto precedente punto devono inoltre garantire che le Agenzie incaricate:

- a) non appartengano al medesimo gruppo e non siano azioniste o socie di alcuna delle altre Agenzie,
- b) non abbiano il diritto o il potere di esercitare diritti di voto ovvero di nominare o revocare membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza di alcuna delle altre Agenzie,
- c) non abbiano alcun membro dei propri consigli di amministrazione o di sorveglianza quale membro del consiglio di amministrazione o di sorveglianza di un'altra Agenzia, e
- d) non esercitino o abbiano il potere di esercitare un controllo o un'influenza dominante su alcuna delle altre Agenzie.

6. PLURALITÀ DI RATING

Gli emittenti e i terzi collegati, che intendano incaricare almeno due Agenzie in merito a una stessa emissione o giudizio su un'entità, devono fare in modo che almeno una delle due abbia una quota di mercato inferiore al 10%. Ove ciò non avvenga l'emittente dovrà fornire un'adeguata documentazione in merito a tale scelta, secondo il modello *comply or explain*, spesso adottato dal legislatore dell'Unione. A questo fine l'ESMA garantisce che sul proprio sito Internet vi sia un'apposita sezione indicante le Agenzie registrate nell'Unione e le relative

quote di mercato. In ogni caso l'Agenzia con una quota di mercato inferiore alla soglia indicata, per essere scelta, dovrà garantire capacità idonee e sufficienti al rilascio di un rating sull'emissione o entità in questione.

7. LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING

L'Allegato III al Regolamento n. 1060 del 2009, così come in seguito emendato anche dal Regolamento 462, indica una serie di violazioni che possono essere poste a fondamento di una domanda di risarcimento del danno da parte degli investitori o dell'emittente danneggiati dal rating. Le Agenzie tuttavia rispondono solo per le violazioni dovute a dolo o colpa grave, qualora:

- a) l'investitore provi di aver deciso, secondo ragionevole affidamento e con la dovuta diligenza, di investire, detenere o cedere un determinato strumento finanziario in base al rating, o
- b) l'emittente provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'Agenzia di Rating, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili.

L'onere della prova è posto in capo al danneggiato e non sono consentite limitazioni o esclusioni della responsabilità delle Agenzie, ferme in ogni caso le possibili maggiori tutele previste dagli ordinamenti nazionali. Il diritto al risarcimento dei danni non esclude l'applicazione delle sanzioni amministrative previste dal Regolamento n. 1060 del 2009.

8. CONFLITTI D'INTERESSE ATTUALI E POTENZIALI E CONSEGUENTI OBBLIGHI PER LE AGENZIE

Le Agenzie, e in particolare i loro alti dirigenti, devono garantire la trasparenza, l'indipendenza dell'attività di emissione di rating, l'individuazione, la gestione e la *disclosure* dei conflitti d'interesse nonché il rispetto delle norme dell'Unione che le regolamentano.

Il Regolamento 462, facendo salve le disposizioni già dettate in materia, impone che qualsiasi conflitto, effettivo o potenziale, sia identificato, eliminato o gestito e comunicato in modo chiaro e visibile. I conflitti rilevanti sono quelli che coinvolgono le analisi e i giudizi degli analisti, dei dipendenti o di qualsiasi altra persona fisica operi sotto il controllo dell'Agenzia in questione. L'Agenzia non deve emettere il rating o l'*outlook*, ovvero, nel caso di un rating già emesso, è tenuta a comunicare immediatamente che il rating è potenzialmente influenzato da un conflitto d'interessi. I casi in cui tali azioni devono essere intraprese sono stati incrementati dal Regolamento, infatti ora comprendono anche i casi in cui:

- a) un azionista o socio di un'Agenzia di Rating che detiene almeno il 10% del capitale o dei diritti di voto di tale Agenzia - o è altrimenti in grado di esercitare un' influenza significativa sulle attività economiche dell'Agenzia - detenga almeno il 10% del capitale o dei diritti di voto dell'entità valutata o di un terzo collegato o qualsiasi altro diritto di proprietà diretto o indiretto in tale entità valutata o terzo. Ciò esclude le partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificati e fondi gestiti, che non lo mettano in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche svolte da tale regime,
- b) il rating emesso riguarda un'entità valutata o un terzo collegato che detengano almeno il 10% del capitale o dei diritti di voto di tale Agenzia, o
- c) un azionista o socio di un'Agenzia di Rating che detiene almeno il 10% del capitale o dei diritti di voto di tale Agenzia - o è altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche dell'Agenzia - sia membro del consiglio di amministrazione o di sorveglianza dell'entità valutata o di un terzo collegato.

I casi *sub* a) e c) si applicano altresì ai rating già emessi, che potrebbero risultare influenzati da tali situazioni, valutando se sia opportuno emettere un nuovo rating o ritirare il rating o l'*outlook* già esistente. Per queste fattispecie si prevede tuttavia una soglia non del 10%, ma del 5%.

Per quanto riguarda i servizi di consulenza, spesso identificati come prima causa di gravi conflitti e comportamenti di favore da parte delle Agenzie, il Regolamento dispone che né l'Agenzia di Rating, né qualsiasi persona che detenga, direttamente o indirettamente, almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto dell'Agenzia - o che sia altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche dell'Agenzia - possa fornire servizi di consulenza all'entità valutata o a un terzo collegato per quanto riguarda la struttura societaria o giuridica, l'attivo, il passivo o le attività dell'entità valutata o del terzo collegato.

9. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Le nuove disposizioni poste dal Regolamento n. 462 del 2013 appaiono come una decisa presa di posizione da parte delle Istituzioni europee in materia di stabilità ed efficienza del mercato comune. Recependo la maggior parte delle proposte formulate dalla Commissione, il Parlamento e il Consiglio hanno posto le basi per una maggiore regolamentazione dei mercati, in particolare disciplinando le entità che forse più di tutte hanno mostrato delle ombre durante l'attuale crisi finanziaria. Le regole certamente non potranno eliminare ogni rischio o problema nel mercato europeo, ma la stringente disciplina in ambito di *governance*, assetti proprietari, rating sovrani, conflitti d'interesse e responsabilità civile sembrano essere un primo e solido passo avanti verso una maggiore trasparenza dei mercati finanziari.